

廣發證券 (1776 HK)

業務結構性疲弱，下調至持有

- ❖ **2018年上半年淨利潤受到疲弱的投行收入和自營交易影響。**廣發證券上半年淨利潤達到29億元人民幣，同比下降34%；收入總額同比下降16%至114億元人民幣，主要由於手續費收入減少（同比下降14%，主要是IB業務表現疲弱）以及投資收益減少（同比下降49%）。信用業務保持健康增長，利息收入同比增長13%，但部分為杠杆率上升、利息支出同比增長23%所抵消。
- ❖ **市場低迷，公司客戶結構以中小為主，導致投行收入下滑。**龐大的中小企業客群在過去幾年推動了廣發投資銀行業務的發展，但在2018年上半年，這一優勢則轉成了公司的主要弱勢。更嚴格的IPO審批程序令過會否決率提升，而市場對信用風險的擔憂降低了對低等級債券的需求，從而影響了此類公司的融資節奏。廣發上半年的股權融資/債務融資承銷金額同比下降75%/43%，導致承銷和保薦費收入同比下降61%。管理層表示，7月份債務融資承銷業務發生了一些積極的變化，但我們認為，在目前IPO否決率居高不下的情況下，整體環境不會發生大的改變。考慮到2017年下半年較高的基數，投行業務可能在下半年進一步拖低廣發的費用收入增速。
- ❖ **國內股市動蕩，投資收益減少。**廣發證券上半年的投資收益同比下跌49%，中國會計準則下二季度環比下跌32%，主要受股市波動影響。股票和衍生品交易2018年上半年錄得虧損4.33億元人民幣，而固定收益銷售和交易同比增長25%至22億元人民幣。公司投資組合中債務投資餘額有所增加，下半年投資收益可能會略有改善，或可部分抵消股市進一步下行帶來的影響。
- ❖ **財富管理轉型經紀佣金收入穩固。**廣發證券2018年上半年股票和基金交易額同比增長3.2%，是在同期市場成交基本持平情況下少數幾家實現正增長的公司之一。公司的市場份額基本穩定在4.45%（2017年上半年為4.47%）。根據我們的測算，佣金率較2017年下降8%，大致與行業趨勢（-6%）一致。而經紀佣金及手續費收入同比僅下降2%，主要是因為代銷金融產品增強。我們認為這主要受惠於財富管理業務轉型，以及其自主研發的貝塔牛智能投顧系統的應用。
- ❖ **下調至持有評級。**廣發證券的業績與國內股市之間具備較高的相關性。由於不利的市場狀況在下半年仍將繼續，我們將公司2018財年/2019財年淨利潤預測下調30%/31%，至66億元人民幣/73億元人民幣。廣發目前的估值相當於2018年預測市賬率為0.73倍，較其歷史平均水平0.88倍低16%，持續下行空間有限，但在目前市場下，估值也缺乏向上修復的催化劑。我們的最新目標價11.1港元是基於0.77倍2019年預測市賬率，相當於大型同業同期的平均預測市賬率。下調至持有評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業收入(百萬元人民幣)	27,488	28,614	24,846	27,245	30,249
淨利潤(百萬元人民幣)	8,030	8,595	6,612	7,339	8,173
每股收益(元人民幣)	1.05	1.13	0.87	0.96	1.07
每股收益變動(%)	(42.9)	7.0	(23.1)	11.0	11.4
市盈率(x)	8.2	7.6	9.9	8.9	8.0
市帳率(%)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
股息率(%)	4.1	4.7	3.5	3.9	4.4
權益收益率(%)	10.3	10.5	7.6	8.0	8.4
財務杠杆(x)	3.4	3.3	3.6	3.7	3.7

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

持有（下調）

目標價	HK\$11.1
(此前目標價)	HK\$17.3
潛在升幅	+11.0%
當前股價	HK\$10.00

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

孫明，CFA

電話：(852) 3900 0836

郵件：terrysun@cmbi.com.hk

中國證券業

市值(百萬元)	109,604
3月平均流通量 (百萬元)	36.23
52周內股價高/低(港元)	18.24/9.83
總股本(百萬)	7,621.1

資料來源：彭博

股東結構

吉林敖東	16.43%
遼寧成大	16.40%
中山公用	9.01%

資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-6.4%	-4.9%
3-月	-18.8%	-13.9%
6-月	-31.3%	-24.3%

資料來源：彭博

股價表現



核數師：德勤

公司網站：www.gf.com.cn

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	27,732	28,316	24,600	26,977	29,967
佣金及手續費收入	13,391	11,564	9,588	10,327	11,541
利息收入	7,831	8,018	8,013	8,644	9,470
投資淨額收益	6,511	8,734	6,999	8,006	8,956
其他收入及收益	(244)	298	247	268	281
收入及其他收益總額	27,488	28,614	24,846	27,245	30,249
折舊及攤銷	(293)	(312)	(323)	(331)	(342)
雇員成本	(6,587)	(6,836)	(5,541)	(6,157)	(6,897)
佣金及手續費支出	(376)	(336)	(347)	(384)	(430)
利息支出	(6,543)	(7,064)	(7,322)	(7,897)	(8,705)
其他經營支出	(2,963)	(2,484)	(2,485)	(2,724)	(3,025)
減值損失	(423)	(398)	(462)	(508)	(534)
支出總額	(17,186)	(17,431)	(16,479)	(18,001)	(19,932)
經營利潤	10,302	11,183	8,367	9,244	10,317
所占聯營企業和合營企業的業績	403	461	494	549	608
所得稅前利潤	10,705	11,644	8,861	9,793	10,924
所得稅費用	(2,296)	(2,561)	(1,816)	(1,978)	(2,229)
年度利潤	8,409	9,083	7,044	7,815	8,696
少數股東權益	(379)	(488)	(432)	(475)	(523)
淨利潤	8,030	8,595	6,612	7,339	8,173

來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
融資客戶墊款	58,186	61,396	58,326	61,825	65,844
金融投資	135,968	138,798	159,446	174,415	186,887
公司銀行結余	13,046	8,390	9,229	9,967	10,764
代客持有現金	67,251	48,356	45,213	47,474	51,272
其他	51,486	60,886	83,056	93,956	103,835
總流動資產	325,937	317,826	355,270	387,638	418,602
物業及設備	1,761	2,128	2,235	2,346	2,464
金融投資	20,236	19,475	20,408	21,786	23,466
其他	11,867	17,476	18,870	20,785	23,239
總非流動資產	33,864	39,079	41,512	44,918	49,168
總資產	359,801	356,905	396,782	432,555	467,770
借款	4,864	7,350	7,937	8,731	9,779
應付短期融資款	16,330	25,101	24,348	25,809	27,616
拆入資金	10,606	4,954	14,861	16,496	17,485
應付經紀業務客戶賬款	85,727	65,026	63,038	66,993	73,059
其他	99,046	96,433	128,415	144,845	156,888
總流動負債	216,573	198,863	238,600	262,874	284,827
應付債券	58,274	62,148	56,675	61,990	66,483
長期借款	2,569	3,778	4,156	4,655	5,353
其他	1,033	3,490	3,647	3,806	3,981
總非流動負債	61,875	69,416	64,478	70,451	75,817
總負債	278,448	268,279	303,078	333,324	360,644
股東總權益	78,530	84,854	89,366	94,179	101,381
少數股東權益	2,823	3,771	4,338	5,052	5,745
總權益	81,353	88,626	93,704	99,231	107,126

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年结：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	48.7%	40.4%	38.6%	37.9%	38.2%
利息收入	28.5%	28.0%	32.3%	31.7%	31.3%
投资净额收益	23.7%	30.5%	28.2%	29.4%	29.6%
其他收入及收益	-0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	-35.2%	2.1%	-13.1%	9.7%	11.1%
收入及其他收益增长	-35.7%	4.1%	-13.2%	9.7%	11.0%
净利润增长	-39.2%	7.0%	-23.1%	11.0%	11.4%
资产负债比率					
流动比率	150.5%	159.8%	148.9%	147.5%	147.0%
总负债/ 权益比率	118.0%	121.8%	120.8%	125.0%	125.0%
净负债/ 权益比率	101.4%	111.9%	110.5%	114.4%	114.4%
财务杠杆率	3.4	3.3	3.6	3.7	3.7
回报率					
资本回报率	10.29%	10.52%	7.59%	8.00%	8.36%
资产回报率	2.06%	2.40%	1.75%	1.77%	1.82%
每股数据					
每股利润（元人民币）	1.05	1.13	0.87	0.96	1.07
每股股息（元人民币）	0.35	0.40	0.30	0.34	0.38
每股账面值（元人民币）	10.30	11.13	11.73	12.36	13.30

来源：公司及招銀國際研究部預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。